

公司点评
中国核电 (601985)
公用事业 | 电力
经营稳健, “核电+新能源”双核驱动
2021年10月29日
评级 推荐

评级变动 上调

合理区间 7.98-9.69 元
交易数据

当前价格 (元)	6.85
52周价格区间 (元)	4.29-8.31
总市值 (百万)	120000.00
流通市值 (百万)	116900.00
总股本 (万股)	1751700.00
流通股 (万股)	1710000.00

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
中国核电	-11.04%	42.71%	58.12%
电力	-7.59%	25.17%	35.25%

杨甫

 执业证书编号: S0530517110001
 yangfu@cfzq.com

袁玮志

yuanwz@cfzq.com

分析师

0731-84403345

研究助理
相关报告

- 《中国核电: 中国核电 (601985.SH) 2020 年中报点评: 核电主业经营稳健, 非核业务增长迅速》 2020-08-25
- 《中国核电: 中国核电 (601985) 公司点评: 三门 2 号机组检修影响, 2019 年业绩轻微下滑》 2020-04-27
- 《中国核电: 中国核电 (601985) 公司调研点评: 折旧调整增厚账面利润, 三门 2 号机组复运可期》 2019-11-06

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入 (百万元)	46067.16	52276.45	60431.58	70426.96	74272.27
归母净利润 (百万元)	4612.56	5995.45	7778.18	10060.79	10861.00
每股收益 (元)	0.263	0.342	0.444	0.574	0.620
每股净资产 (元)	2.857	4.023	4.305	4.671	5.066
P/E	26.62	20.48	15.79	12.21	11.31
P/B	2.45	1.74	1.63	1.50	1.38

资料来源: wind, 财信证券

投资要点:

- 公司发布三季报, 前三季度净利润同比增长 29.73%。** 公司 2021 年 10 月 28 日晚间发布前三季度报告, 前三季度公司实现营收 461.21 亿元, 同比增长 21.7%; 归母净利润 65.07 亿元, 同比增长 29.73%; 基本每股收益 0.357 元, 同比增长 10.87%。单三季度实现营收 163.48 亿元, 同比增长 16.68%; 归母净利润 20.33 亿元, 同比增长 3.92%。
- 核电经营稳健, 2021 年预计新增 3 台核电机组, 再迎核电投产小高峰。** 2021 年前三季度, 公司核电机组发电量累计为 1291.72 亿千瓦时, 比去年同期增长约 20.06%; 上网电量累计为 1206.44 亿千瓦时, 比去年同期增长约 20.55%。公司计划今年投产三台核电机组, 其中福建福清 5 号机组 116.1 万 kw 在 2021 年 1 月 30 日投入商运, 江苏田湾 6 号机组 111.8 万 kw 在 2021 年 6 月 3 日投入商运, 福建省福清 6 号机组 116.1 万 kw 计划 2021 年底投入商运; 三台机组投运后, 公司核电装机容量将达到 2367 万 kw, 在“十四五”开局之年再迎投产小高峰。
- 核电基本盘稳固的同时, 新能源业务增长迅速。** 2021 年前三季度公司新能源发电量 70.42 亿千瓦时, 较去年同期增长 118.01%; 上网电量 68.69 亿千瓦时, 较去年同期增长 118.13%。其中光伏发电量 37.43 亿千瓦时, 同比增长约 167.09%; 风电发电量 32.99 亿千瓦时, 同比增长约 80.41%。主要原因是公司收购中核汇能后, 新能源装机容量大幅增长, 一批自建及收购的风电、光伏项目陆续投产, 从而发电量大幅增加。根据公司规划, 2025 年公司装机量将达到 5600 万 kw, 结合公司十四五核电装机的规划, 意味着公司 2025 年新能源装机将达到 3600 万 kw, 年均复合增速超 40%。
- 盈利预测。** 预计公司 2021/2022/2023 年实现营收分别为 604.31/704.24/742.71 亿元, 归母净利润分别为 77.78/100.61/108.61 亿元, eps 分别为 0.44/0.57/0.62 元, 对应 PE 分别为 15.79/12.21/11.31。考虑到核电发展恢复常态, 公司 2021 年新增三台核电机组将在 2022 年开始贡献业绩, 且新能源装机“十四五”期间将维持高速增长, 给予公司 2022 年 14-17 倍 PE, 对应股价为 7.98-9.69 元, 上调公司评级, 给予公司“推荐”评级。

风险提示: 煤价波动风险, 风电和光伏装机不及预期。

1 经营稳健，“核电+新能源”双核驱动

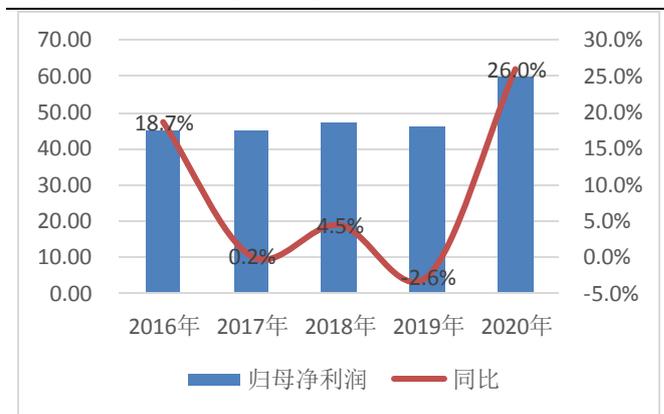
国有控股，经营稳健。中国核电由中国核工业集团有限公司作为控股股东，公司主要从事核电项目的开发、投资、建设、运营与管理。2020年年底，公司向控股股东中核集团收购其持有的中核汇能有限公司100%股权，收购完成后，公司由此形成“核电+新能源”双核驱动的局面。2020年，公司实现营业收入522.76亿元，同比增长10.61%。归属于上市公司股东的净利润59.95亿元，同比增长26.02%。2021年前三季度，公司实现营收461.21亿元，同比增长21.7%；归母净利润65.07亿元，同比增长29.73%；基本每股收益0.357元，同比增长10.87%。单三季度实现营收163.48亿元，同比增长16.68%；归母净利润20.33亿元，同比增长3.92%。盈利能力方面，公司毛利率逐步提升，但是受前期三门核电投产延期的影响，公司的净利率持续走低。2018年三门核电1/2号机组投运后，公司净利率在2019年开始触底回升。2021年前三季度，公司毛利率为44.78%，较去年同期下降1.68个百分点；净利率为24.94%，较去年同期提升1.35个百分点。

图 1：2016-2020 年营收及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，财信证券

图 2：2016-2020 年归母净利润及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，财信证券

图 3：2016-2020 年毛利率



资料来源：公司公告，财信证券

2021年前三季度，公司累计商运发电量1362.14亿千瓦时，同比增长22.92%；累计上网电量1275.13亿千瓦时，同比增长23.53%。其中：

1) 核电机组发电量累计为 1291.72 亿千瓦时，比去年同期增长约 20.06%；上网电量累计为 1206.44 亿千瓦时，比去年同期增长约 20.55%。核电发电量和上网电量同比增长的主要原因是江苏田湾 5 号机组和福建福清 5 号机组分别在 2020 年下半年和 2021 年初并网，装机容量的提升带动了发电量和上网电量的提升；

2) 新能源发电量 70.42 亿千瓦时，较去年同期增长 118.01%；上网电量 68.69 亿千瓦时，较去年同期增长 118.13%。其中光伏发电量 37.43 亿千瓦时，同比增长约 167.09%；风电发电量 32.99 亿千瓦时，同比增长约 80.41%。公司新能源业务表现亮眼，主要原因是公司自 2020 年末收购中核汇能后，新能源装机容量大幅增长，一批自建及收购的风电、光伏项目陆续投产，从而发电量大幅增加。

图 4：2015-2020 年公司核电装机容量（万 kw，%）



资料来源：公司公告，财信证券

图 5：2015-2020 年核电发电量（亿 kwh，%）



资料来源：公司公告，财信证券

2021 年，公司预计投产 3 台核电机组，控股在运核电机组将达到 25 台。2020 年，公司有 1 台机组投入商业运行，为田湾 5 号机组 111.8 万 kw。截止 2020 年年底，公司核电装机容量为 2023 万 kw；2020 年全年公司核电发电量 1,483.36 亿千瓦时，比上年同期增长 8.9%，约占全国运行核电机组发电量的 40.5%。2021 年 1 月 30 日，福清 5 号机组 116.1 万 kw（采用三代技术，全球首台华龙一号）投入商业运行。截至 2021 年 3 月 31 日，公司投入商业运行的控股核电机组共 23 台，总装机容量进一步提升至 2,139.1 万千瓦，约占全国商运核电机组的 42.88%；控股在建核电机组 4 台，装机容量 470.3 万千瓦，分别是：1) 江苏省田湾核电 6 号机组，装机容量 111.8 万 kw。根据公司 6 月份的公告，田湾 6 号已于 2021 年 6 月 3 日投入商运；2) 福建省福清 6 号机组，装机容量 116.1 万 kw，计划 2021 年投入商运；3) 福建省漳州能源 1/2 号机组，装机容量 242.4 万 kw。1 号机组计划 2024 年投入商运，2 号机组计划 2025 年投入商运。

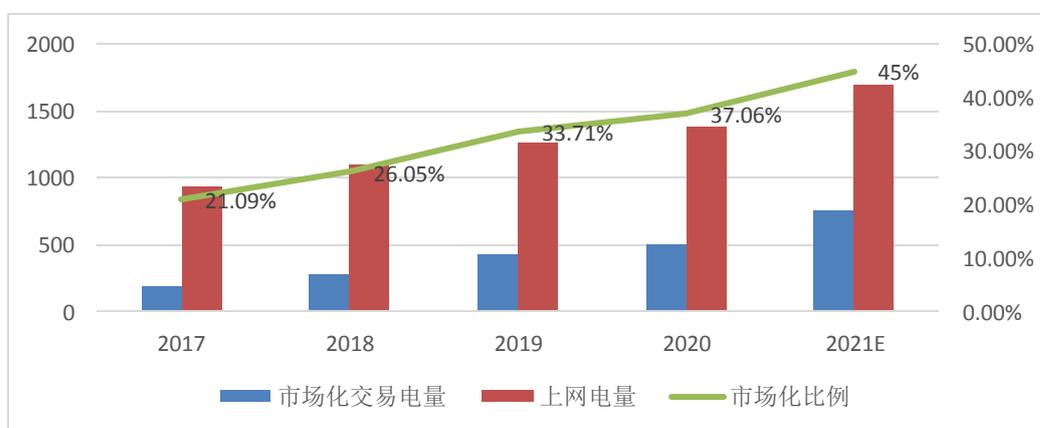
截至 2021 年 8 月 1 日，随着福清 5 号机组（华龙一号全球首堆）和田湾 6 号机组分别投产，公司控股在运的核电机组提升至 24 台，总装机容量达到 2250.90 万千瓦，约占全国商运核电机组的 42.25%；控股在建核电机组 6 台，装机容量 625.80 万千瓦；控股核准核电机组 2 台，装机容量 254.80 万千瓦。

三代核电技术单位造价高，但现有政策预留有提价空间；考虑到发电效率的提升和使用寿命的延长，新投运机组的经济性将得到保障。二代核电技术经过多年的发展，目前单位造价大概是 1.2-1.3 万/kw；目前我国正在推进以华龙一号、俄罗斯 VVER 和美国

AP1000 等为代表的三代核电技术，三代核电技术在提升发电效率与单机组容量的同时，更注重安全性能的提升，三代机组相比二代机组对安全装备的需求量更大，且三代机组处于起步阶段，研发费用更大，因此三代机组相比二代机组的建设成本更高，目前的造价大概是 1.6-1.7 万/kw，但公司目前新投运机组的电价政策仍然是按照发改价格 2013〔1130〕号文件执行，即：（1）2013 年 1 月 1 日以前投产的核电机组，电价按原规定执行，实行一厂一价。（2）2013 年 1 月 1 日后投产的核电机组，实行标杆上网电价政策，核定全国核电标杆上网电价为每千瓦时 0.43 元（含税价）。全国核电标杆上网电价高于核电机组所在地燃煤机组标杆上网电价（含脱硫、脱硝加价，下同）的地区，新建核电机组投产后执行当地燃煤机组标杆上网电价。（3）全国核电标杆上网电价低于核电机组所在地燃煤机组标杆上网电价的地区，承担核电技术引进、自主创新、重大专项设备国产化任务的首台或首批核电机组或示范工程，其上网电价可在全国核电标杆电价基础上适当提高，具体由省级价格主管部门报国家发改委审批。我们认为，由于政策本身对新一代核电技术建设核电站的电价留有上调空间，且三代核电技术的发电效率更高，运用三代核电技术的核电站设计使用寿命一般为 60 年，考虑机组延寿的话可能实际运行年限会更长，因此从整个核电站的全生命周期来看，运用三代核电技术的核电站经济性将得到保障。

此外，近期电价政策方面亦有利好因素。10 月初国常会放开电力市场化交易价格上浮区间，国家发改委随后发布《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》，要求全电量、全用户进入市场，随后部分省市的月度交易价格已经得到反应，10 月份的江苏电力市场月内挂牌交易结果显示，成交量 19.98 亿千瓦时，成交均价 468.97 元/兆瓦时。按照江苏省煤电基准价 391 元/兆瓦时计算，此次成交价较基准价上浮了 19.94%，接近 20% 的价格浮动上限，公司 10 月份参与的市场化交易电量部分亦按照此标准进行了上浮。我们认为，当前经济社会处在电力紧缺的大背景下，且全电量、全用户进入市场后将以“供需和成本”为基础形成市场化交易价格，上述情况将在量、价两个方面利好公司。公司近几年市场化交易电量比例逐年提升，2020 年为 37.06%，预计今年将进一步提升至 45%，在比例上升的同时，市场化交易电量的折价情况将在电力紧缺的行业背景下得到扭转。

图 6：2016-2020 年市场化交易电量情况（亿 kwh，%）

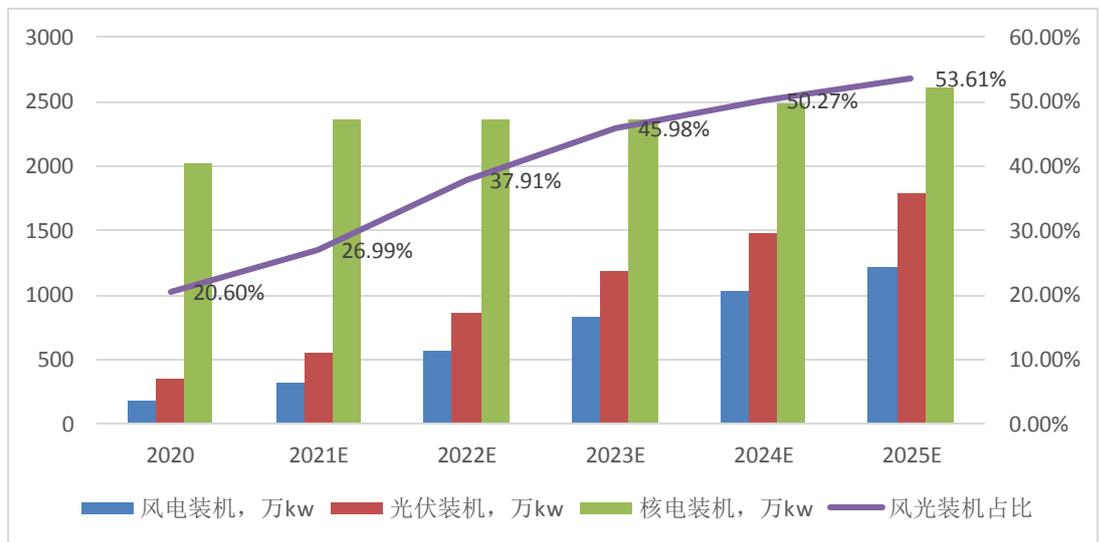


资料来源：公司公告，财信证券

收购中核汇能，新能源业务“十四五”期间将维持高速增长。公司高度重视清洁能源产业发展，将其作为中国核电未来重要经济增长点进行培育。2020年年底，公司收购了控股股东中核集团的可再生能源板块—中核汇能公司100%股权，实现了在核电主业基础上的新能源业务拓展。截至2020年11月底，中核汇能持有在运新能源装机148.20万千瓦，其中风电107.60万千瓦，光伏40.60万千瓦；在建装机规模50万千瓦。收购中核汇能后，截至2020年底，中国核电新能源在运装机容量524.99万千瓦，其中风电175.69万千瓦，光伏349.30万千瓦；在建装机容量170.24万千瓦，其中风电34.00万千瓦，光伏136.24万千瓦。从装机结构来看，公司2020年年底新能源装机占比已超过20%。

根据公司2020年年报披露的数据，到2025年，公司运行电力装机容量达到5600万千瓦。考虑到“十四五”期间，总共有2021年的田湾6号、福清5、6号机组，以及2024和2025年的漳州1号和2号机组共计5台核电机组并网投运，到2025年公司的核电装机量可达到2609万kw，因此新能源装机量需要达到3000万kw，即每年新增5GW，“十四五”期间共新增25GW，年均复合增速为41.71%。

图7：2021-2025年公司装机容量



资料来源：公司公告，财信证券

2 盈利预测

预计公司2021/2022/2023年实现营收分别为604.31/704.24/742.71亿元，归母净利润分别为77.78/100.61/108.61亿元，eps分别为0.44/0.57/0.62元，对应PE分别为15.79/12.21/11.31。考虑到核电发展恢复常态，公司2021年新增三台核电机组将在2022年开始贡献业绩，且新能源装机“十四五”期间将维持高速增长，给予公司2022年14-17倍PE，对应股价为7.98-9.69元，上调公司评级，给予公司“推荐”评级。

3 风险提示

新能源装机增速不及预期，核电安全事故。

报表预测 (单位: 百万元)						财务和估值数据摘要					
利润表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	主要指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	46067.16	52276.45	60431.58	70426.96	74272.27	营业收入	46067.16	52276.45	60431.58	70426.96	74272.27
减: 营业成本	26789.37	28862.04	33098.38	37678.42	40263.00	增长率(%)	17.20%	13.48%	15.60%	16.54%	5.46%
营业税金及附加	551.57	604.53	738.12	860.21	907.17	归属母公司股东净利润	4612.56	5995.45	7778.18	10060.79	10861.00
营业费用	55.58	63.44	72.27	84.22	88.82	增长率(%)	-2.62%	29.98%	29.73%	29.35%	7.95%
管理费用	2025.49	2346.41	2501.10	2914.79	3073.93	每股收益(EPS)	0.263	0.342	0.444	0.574	0.620
研发费用	569.66	1026.12	880.86	1026.55	1082.60	每股股利(DPS)	0.107	0.108	0.161	0.209	0.225
财务费用	7129.66	6960.36	6345.32	5986.29	5199.06	每股经营现金流	1.488	1.777	1.931	0.873	2.439
资产减值损失	-181.57	-225.61	-97.60	-97.60	-97.60	销售毛利率	41.85%	44.79%	45.23%	46.50%	45.79%
加: 投资收益	173.56	141.49	0.00	0.00	0.00	销售净利率	17.76%	20.01%	24.07%	26.71%	27.34%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产收益率(ROE)	9.22%	8.51%	10.31%	12.30%	12.24%
其他经营损益	-751.22	-1251.73	-783.26	-783.26	-783.26	投入资本回报率(ROIC)	4.57%	5.26%	4.65%	6.28%	6.53%
营业利润	9119.39	12555.03	16795.53	21876.47	23657.68	市盈率(P/E)	26.62	20.48	15.79	12.21	11.31
加: 其他非经营损益	1435.46	913.80	1203.83	1203.83	1203.83	市净率(P/B)	2.45	1.74	1.63	1.50	1.38
利润总额	10554.86	13468.83	17999.36	23080.30	24861.51	股息率(分红/股价)	0.015	0.015	0.023	0.030	0.032
减: 所得税	1805.36	1982.69	2770.19	3583.14	3868.14	主要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	8749.50	11486.14	15229.17	19497.16	20993.37	收益率					
减: 少数股东损益	3794.82	4951.69	6765.33	8750.71	9446.71	毛利率	41.85%	44.79%	45.23%	46.50%	45.79%
归属母公司股东净利润	4612.56	5995.45	7778.18	10060.79	10861.00	三费/销售收入	5.75%	6.57%	5.72%	5.72%	5.72%
资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	EBIT/销售收入	37.15%	37.12%	30.11%	33.26%	34.01%
货币资金	10886.84	15401.81	26136.78	30734.97	62897.00	EBITDA/销售收入	61.33%	59.77%	48.46%	49.00%	48.52%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售净利率	17.76%	20.01%	24.07%	26.71%	27.34%
应收和预付款项	11253.12	14943.99	11894.39	19116.22	13744.90	资产获利率					
其他应收款(合计)	1303.87	937.34	978.04	1303.87	937.34	ROE	9.22%	8.51%	10.31%	12.30%	12.24%
存货	18967.86	20172.63	25438.80	26484.20	29000.49	ROA	4.92%	5.08%	4.76%	6.10%	6.28%
其他流动资产	726.55	1224.99	1224.99	1224.99	1224.99	ROIC	4.57%	5.26%	4.65%	6.28%	6.53%
长期股权投资	3412.90	3812.22	3812.22	3812.22	3812.22	资本结构					
金融资产投资	105.90	105.89	105.91	105.90	105.89	资产负债率	74.03%	69.49%	61.75%	59.81%	59.22%
投资性房地产	94.02	97.21	75.06	52.92	30.77	投资资本/总资产	81.96%	80.47%	77.74%	80.65%	73.20%
固定资产和在建工程	287993.25	312125.82	301609.75	291093.69	280577.65	带息债务/总负债	76.28%	73.76%	77.50%	79.65%	76.74%
无形资产和开发支出	2070.46	3406.17	3164.70	2923.23	2681.76	流动比率	0.86	0.95	2.46	3.88	3.73
其他非流动资产	15133.92	14060.65	285974.24	273511.68	260582.26	速动比率	0.46	0.56	1.44	2.50	2.67
资产总计	347638.93	381745.97	382123.25	383897.34	402424.68	股利支付率	40.49%	31.67%	36.32%	36.32%	36.32%
短期借款	8411.71	12756.61	0.00	0.00	0.00	收益留存率	0.60	0.68	0.64	0.64	0.64
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产管理效率					
应付和预收款项	16217.57	14876.13	25416.77	19054.69	27770.71	总资产周转率	0.13	0.14	0.16	0.18	0.18
长期借款	187903.88	182888.51	182888.51	182888.51	182888.51	固定资产周转率	0.22	0.23	0.28	0.35	0.39
其他负债	53234.64	67491.66	27671.74	27671.74	27671.74	应收账款周转率	7.83	5.19	14.15	5.66	14.32
负债合计	257356.09	265256.30	235977.03	229614.94	238330.96	存货周转率	1.41	1.43	1.30	1.42	1.39
股本	15565.45	17456.02	17456.02	17456.02	17456.02	估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	12719.21	17952.63	17952.63	17952.63	17952.63	EBIT	17114.85	19403.07	18194.56	23421.20	25258.45
留存收益	21769.08	35053.57	40006.40	46412.71	53328.55	EBITDA	28252.88	31247.01	29285.80	34512.44	36038.04
归属母公司股东权益	50053.73	70462.21	75415.04	81821.35	88737.20	NOPLAT	12450.49	14994.94	14272.21	18662.59	20205.88
少数股东权益	40229.11	46027.46	52792.79	61543.50	70990.21	净利润	4612.56	5995.45	7778.18	10060.79	10861.00
股东权益合计	90282.84	116489.68	128207.83	143364.85	159727.41	EPS	0.263	0.342	0.444	0.574	0.620
负债和股东权益合计	347638.93	381745.97	382123.25	379297.79	398058.37	BPS	2.857	4.023	4.305	4.671	5.066
现金流量表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	PE	26.62	20.48	15.79	12.21	11.31
经营性现金净流量	26069.18	31127.77	33828.58	15288.85	42729.81	PEG	0.90	0.94	N/A	N/A	N/A
投资性现金净流量	-26301.85	-27567.38	1011.22	1011.22	1011.22	PB	2.45	1.74	1.63	1.50	1.38
筹资性现金净流量	3320.04	308.03	-24104.82	-11701.88	-11579.00	PS	2.67	2.35	2.03	1.74	1.65

资料来源: wind, 财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438